



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Metrogas S.A.

Mayo 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Efectos de Comercio Tendencia Estados financieros	AA Nivel 1+/AA Estable 31 de marzo de 2017 ¹
Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Series B1 (BMGAS-B1) y B2 (BMGAS-B2) Bonos Series D1 (BMGAS-D1) y D2 (BMGAS-D2) Bono Serie F (BMGAS-F)	Nº 217 de 22.10.1999 Nº 259 de 11.07.2001 Nº 344 de 09.10.2003
Línea de Efectos de Comercio	Nº 74 de 25.11.2009

Estado de Resultados Consolidado IFRS							
M\$	2012	2013	2014	2015	2016	Marzo 2016	Marzo 2017
Ingresos totales	456.013.649	390.750.828	458.546.724	414.043.768	346.418.723	84.579.029	69.002.694
Costo de ventas	-311.212.945	-223.576.655	-305.926.610	-280.504.640	-223.843.820	-58.032.916	-54.035.960
Ganancia bruta	144.800.704	167.174.173	152.620.114	133.539.128	122.574.903	26.546.113	14.966.734
Gastos de administración	-28.706.584	-27.083.388	-29.181.788	-43.298.831	-47.498.363	-10.220.264	-9.790.637
Resultado operacional	113.429.557	136.865.521	119.895.782	87.603.606	72.089.730	16.002.785	4.722.816
Costos financieros	-10.725.266	-11.470.989	-12.020.264	-12.863.856	-12.096.351	-3.267.652	-2.780.892
Utilidad del ejercicio	87.073.821	108.162.034	82.685.038	56.768.878	47.290.659	9.987.241	1.943.564
EBITDA ²	132.120.814	160.251.406	150.337.913	109.352.583	93.350.835	21.225.419	10.897.744

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2016. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2017 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² EBITDA calculado como ganancia bruta + gastos de administración + otros gastos por función + depreciación y amortización. Difiere levemente de lo reportado por la emisora,

Estado de Situación Financiera Consolidado IFRS						
M\$	2012	2013	2014	2015	2016	Marzo 2017
Activos corrientes	85.912.091	61.090.317	53.950.404	63.503.042	76.756.619	77.163.566
Activos no corrientes	700.038.833	831.583.196	864.486.735	792.342.786	772.615.668	777.074.199
Total activos	785.950.924	892.673.513	918.437.139	855.845.828	849.372.287	854.237.765
Pasivos corrientes	32.614.245	53.697.485	55.309.868	48.763.114	62.017.311	68.264.085
Pasivos no corrientes	289.430.089	296.944.032	377.812.158	362.238.721	322.598.581	319.280.671
Total pasivos	322.044.334	350.641.517	433.122.026	411.001.835	384.615.892	387.544.756
Patrimonio	463.906.590	542.031.996	485.315.113	444.843.993	464.756.395	466.692.943
Total pasivos y patrimonio	785.950.924	892.673.513	918.437.139	855.845.828	849.372.287	854.237.765
Deuda financiera	154.847.969	153.066.932	202.599.259	219.494.844	165.600.515	164.434.567

Opinión

Fundamento de la clasificación

Metrogas S.A. (Metrogas) distribuye gas natural en el mercado residencial, comercial e industrial de la Región Metropolitana y la Región del Libertador General Bernardo O'Higgins. El combustible comercializado por la empresa es traído a Chile bajo la forma de gas natural licuado (GNL) a través de barcos cuya carga es almacenada en el terminal de Quintero, donde es regasificado y enviado a través de gasoductos para su distribución.

La plena operación del terminal de GNL en Quintero le permite a **Metrogas** importar gas natural desde países como Trinidad y Tobago, Argelia, Nigeria, Egipto, Qatar, entre otros.

La presente clasificación se enmarca en el proceso de reorganización de la empresa **Metrogas**, la cual durante 2016 registró la escisión de las operaciones de aprovisionamiento de gas, cuyos activos y pasivos fueron traspasados a la compañía "Aprovisionadora Global de Energía", perteneciente, al igual que la emisora, a Gas Natural Chile (y, en último término, a GNF Internacional), y a través de la cual se realizarán las ventas a empresas eléctricas y distribuidoras de gas natural. De esta manera, **Metrogas** se orientará a la distribución de gas a través de redes en aquellas zonas en que dispone de concesión, a los segmentos residencial, comercial e industrial.

Durante 2016 la empresa generó ingresos anuales por US\$ 517 millones³, atendiendo a 657 mil clientes residenciales, comerciales e industriales.

³ Tipo de cambio utilizado: \$669,47/US\$, al 31/12/2016.

El EBITDA de la compañía, al cierre de 2016, fue de aproximadamente US\$ 140 millones, lo que significó un retroceso de 14,6% respecto a 2015, debido principalmente a la escisión de **Metrogas**, que significó la asignación del segmento de generación eléctrica a la Aproveccionadora Global de Energía. Adicionalmente, el incremento de 13% del volumen comercializado en los segmentos residencial, comercial e industrial fue más que compensado por menores tarifas.

Por su parte, la deuda financiera llegaba a US\$ 247 millones. De ella, en un 92,4% corresponde a bonos y el 7,6% a deuda bancaria. A marzo de 2017, la compañía tenía una deuda financiera igual a US\$ 248 millones⁴.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos emitidos por **Metrogas** en "Categoría AA", se encuentra la estabilidad de la demanda asociada al segmento residencial y comercial. En general, esta demanda –medida en términos de año móvil– es relativamente estable en el tiempo y sus características de consumo tienden a asimilarse a las de un bien de primera necesidad. Por otra parte, aun cuando el costo que deben asumir los clientes por cambiarse a formas alternativas de suministro es relativamente bajo, o incluso nulo dadas las políticas de subsidio que han implementado firmas de la competencia, en la práctica el desembolso requerido desincentiva en cierto grado la conversión.

Otro atributo que apoya y complementa la clasificación de los títulos de deuda es el alto nivel de inversión realizada en su red de distribución, la cual ya llegó a la sexta región, lo que dificulta la entrada al negocio de nuevos competidores. Con todo, la compañía mantiene una política de precios competitivos, de manera de evitar que clientes opten por otras fuentes energéticas. Lo anterior se suma al posicionamiento de marca alcanzado por la compañía durante su existencia, traducido también en buenos indicadores de participación en nuevos proyectos inmobiliarios.

Adicionalmente, la red de gas natural permite el suministro continuo de gas, siendo una característica del servicio que lo diferencia, a nivel del usuario, en comparación con el gas licuado en cilindro o la parafina usada para calefacción, ambos sustitutos del gas natural.

La clasificación de riesgo también incorpora, como elemento positivo, los resultados del esfuerzo comercial de la empresa, que queda de manifiesto en el constante crecimiento de su base de clientes residenciales y comerciales, lo que se ha hecho extensivo al segmento industrial bajo el nuevo esquema de provisión mediante GNL, particularmente porque en términos ambientales este combustible ayuda a las industrias a cumplir las normativas vigentes.

Además, se destaca positivamente la adecuada estructura de su deuda financiera, ya que la compañía mantiene un perfil de vencimientos anuales acorde con su generación de flujos,

⁴ Tipo de cambio utilizado: \$663,97/US\$ al 31/03/2017.

incluso bajo el supuesto de un deterioro significativo en sus márgenes. Con todo, debe señalarse que el vencimiento del año 2026 es similar a la generación de caja actual de la compañía (aunque no se visualizan riesgo de refinanciamiento total o parcial).

Por otra parte, se ha considerado positivamente la reciente modificación de febrero de 2017, al DL 323, lo que permite disponer de un cuerpo normativo que reduzca la incertidumbre, permitiendo retomar el plan de inversiones de la compañía.

A su vez, se ha valorado positivamente la experiencia y conocimiento en el negocio del gas y solvencia del controlador de **Metrogas** y la de sus accionistas.

Desde otra perspectiva, se recoge como elemento adverso la posibilidad de eventos en la planta de Quintero –el único terminal regasificador de **Metrogas**– que afecten e interrumpen el suministro del GNL. Con todo, se reconoce que la operación de este terminal se realiza de acuerdo a estándares exigentes que minimizan los riesgos. Cabe señalar que la empresa dispone, para fallas menores, gas en tuberías, mientras que también cuenta con una capacidad de almacenamiento de 3,3 millones de metros cúbicos en el tramo chileno de GasAndes, sumado a esto cuenta con dos plantas de respaldo con una capacidad total de aproximadamente 2,1 millones de metros cúbicos al día, en base de mezcla propano-aire, para cubrir el segmento residencial y comercial. No obstante, dicha situación implica aumentos significativos en los costos y, por ende, una baja substancial en los márgenes de operación.

A su vez, la clasificación de riesgo incorpora el hecho que el costo de compra de gas natural está relacionado al precio de *commodities*, en este caso indexados al índice Henry Hub y al petróleo Brent. De esta manera, los márgenes de la compañía se pueden ver afectados por la volatilidad que presentan las materias primas.

Cabe señalar que la clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a **Metrogas** siempre ha incorporado el riesgo regulatorio que puede afectar a la empresa, dada las características de servicio básico que entrega. En 2014 el Gobierno anunció el impulso de la Agenda de Energía, la que tiene como uno de sus fines incrementar los niveles de competencia en el mercado de distribución de gas domiciliario por redes.

Al respecto, durante febrero de 2017 se promulgó una reforma al DL 323, que ha permitido conocer el tratamiento de las inversiones y la rentabilidad máxima aplicable, así como define los períodos de chequeo regulatorio y el tratamiento de los costos de conversión. Aun cuando, la mayor certeza jurídica permitirá retomar un agresivo plan de inversiones, la clasificación considera que la entrada en vigencia de la nueva normativa podría significar reducciones en la rentabilidad del negocio.

La perspectiva para la clasificación de la compañía se califica “Estable”, considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar su capacidad de pago y la liquidez de estos títulos.

Para la mantención de la clasificación se espera que la operación continua con GNL permita mantener en el largo plazo precios competitivos en relación a combustibles alternativos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Demanda fidelizada, con precios competitivos.
- Altas barreras de entrada.

Fortalezas complementarias

- Dificultades que enfrentan los clientes para el cambio de fuente de energía.
- Alta predicción de la demanda de largo plazo.
- Adecuado perfil de pago de deuda.
- Bien asimilable a los de primera necesidad.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad comercial y de gestión demostrada en los hechos.
- Insumo de baja contaminación comparativa.
- Controlador y accionistas con amplia experiencia en el mercado del gas.

Riesgos considerados

- Competencia de otras fuentes energéticas (de mediana probabilidad, pero administrable).
- Interrupción de suministro de GNL (de baja probabilidad, pero de impacto severo).
- Niveles futuros de inversión (de mediana probabilidad, pero administrable).
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgos tecnológicos (de baja probabilidad).

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2016

Durante 2016, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$346.419 millones, lo que representa una disminución de 16,3%, respecto de 2015. Los ingresos provenientes del segmento residencial y comercial aumentaron en 8,3%, alcanzando los \$192.101 millones, mientras que en el segmento industrial las ventas se incrementaron en 3,8%, a \$122.504 millones. Las ventas a eléctricas disminuyeron 74,5% debido a la escisión de **Metrogas**, totalizando \$27.079 millones.

El costo de venta en 2016 finalizó en \$223.844 millones, disminuyeron un 20,8% respecto al año anterior. Esta caída se produjo, principalmente, por la escisión de **Metrogas**, y, además, por la disminución del precio de los hidrocarburos y un menor volumen de compra.

De esta manera, el resultado operacional disminuyó un 17,7%, hasta \$72.090 millones, representando un 20,8% de los ingresos, inferior al 21,2% registrado en 2015.

El EBITDA del ejercicio de 2016 fue de \$93.351 millones, lo que representa una disminución de 14,6% respecto a 2015. Con todo, el margen EBITDA, como proporción de los ingresos, se incrementó marginalmente desde 26,4% en 2015 a 26,9% en 2016.

Con todo lo anterior, la utilidad del ejercicio se contrajo un 16,7% totalizando \$ 47.291 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2016 en \$ 165.601 millones, lo que significa un caída de 24,6%.

Hechos recientes

Durante el primer trimestre de 2017 los flujos estuvieron determinados por la asignación del segmento eléctricas a la empresa Aprovevisionadora. De este modo, el ingreso de actividades ordinarias se reduce en 18,4% respecto al mismo período del año anterior, totalizando \$69.003 millones.

En tanto, el EBITDA se reduce desde \$21.225 millones durante el primer trimestre del año pasado, a \$10.898 millones durante el primer trimestre de 2017, lo que representa una caída de casi 49%.

El número total de clientes abastecidos por la emisora alcanzó a más de 663 mil a fines del período analizado.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+” Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Características de la demanda residencial y comercial: El consumo asociado principalmente al uso de cocinas, calefacción y para agua caliente en hogares y comercios es comparativamente inelástico a precio (salvo que éste muestre un incremento abrupto, lo cual, no se prevé en el corto plazo), principalmente por la facilidad de acceder a un suministro continuo de gas una vez realizada la conexión a la red de la compañía. Esta situación permite que la firma cuente con un “piso” de venta relativamente estable, independiente de la coyuntura económica del momento. En efecto, entre 2013 y 2016 el consumo anual de este segmento ha registrado un crecimiento de 4,1% promedio anual.

Posición de mercado: La empresa es el único distribuidor de gas natural en su área de operación, la Región Metropolitana y Región del Libertador Bernardo O´Higgins. Esto favorece la estabilidad en la relación con sus clientes actuales, quienes, en caso de reconvertirse a otro tipo de combustible, deben incurrir en costos de cambios (aun cuando en el largo plazo podría observarse un mayor grado de sustitución a medida que la competencia subsidie los cambios a fuentes alternativas). Por ejemplo, los artefactos domésticos como cocinas o calefontos no están diseñados para funcionar indistintamente con gas natural o gas de petróleo, por lo que requieren de una conversión para sustituir el tipo de gas utilizado. Además, se debe agregar que los altos costos de inversión involucrados en la red de distribución, ya realizados por **Metrogas**, hacen poco probable el surgimiento de competencia directa a través de gas por redes. Asimismo, las inversiones ya efectuadas por la compañía dan muy baja viabilidad a que se instale una competencia significativa en el segmento de GN por redes (el activo bruto en red de distribución alcanza los \$ 587.000 millones)

Aceptación por los clientes: El servicio de **Metrogas** ha presentado una alta aceptación entre los agentes inmobiliarios y el público, lo que favorece su penetración de mercado en nuevos proyectos de construcción. En 2014, pese a una menor comercialización de viviendas nuevas en el Gran Santiago, **Metrogas** presentó un fuerte crecimiento en las contrataciones de proyectos inmobiliarios, los que crecieron en un 20,0% respecto de 2013. Durante 2016 el número de clientes residenciales y térmicos⁵ alcanzó a 647 mil, manteniendo una buena participación de

⁵ Corresponde a aquellos clientes abastecidos por una central térmica.

mercado en los nuevos proyectos inmobiliarios que se realizan en la región, que le asegura mantener un crecimiento acorde con el desarrollo de casas y departamentos.

Adecuado perfil de la deuda: De acuerdo con el actual perfil de pago de sus pasivos financieros, hasta el año 2025 el monto máximo a pagar en un año por la compañía por concepto de amortizaciones e intereses no excede los \$28.681 millones, cifra adecuada a la generación de EBITDA alcanzada en 2016 (igual a \$ 93.351 millones), incluso suponiendo un estrechamiento de este valor en un determinado año. La excepción corresponde a 2026, cuando debe efectuarse el pago de UF 4 millones (más de \$105.388 millones) por el vencimiento de las series D1 y D2, aunque, a juicio de **Humphreys**, la empresa no debiera tener problemas para refinanciar dichos créditos en caso de ser necesario.

Ventajas ambientales en el segmento industrial: El gas natural posee la ventaja de ser un combustible más limpio en términos de emisiones para su uso en industrias, las que deben cumplir con las normativas sobre emisiones dictadas por la autoridad medioambiental de la Región Metropolitana, otorgando finalmente a **Metrogas** una ventaja competitiva en relación a otros combustibles para la captación de clientes industriales.

Controlador y accionistas con amplia experiencia: **Metrogas** es controlada por Gas Natural Fenosa (*rating* Baa2 en escala global), actor relevante en el sector de gas y electricidad, presente en más de 30 países y con casi 22 millones de clientes, siendo la principal distribuidora de gas natural de Latinoamérica.

Factores de riesgo

Competencia de otros combustibles: Si bien una red fija de gasoductos y cañerías que distribuye gas natural hasta la ubicación del usuario constituye una fuerte ventaja competitiva frente a los sustitutos, en particular por la comodidad de disponer de un abastecimiento continuo sin necesidad de utilizar camiones, en la práctica dicha ventaja puede verse mermada en caso que el precio relativo del gas natural frente a sus sustitutos se eleve e incentive el cambio, en particular si se considera que muchas empresas, a consecuencia del corte de suministro de gas argentino, instalaron sistemas de respaldo con otros combustibles.

Todo avance tecnológico que favorezca el uso de combustibles alternativos, especialmente si son de menor precio, se presenta como un riesgo potencial para **Metrogas**, el que si bien no necesariamente comprometería todo el negocio, sí puede restar participación de mercado en algunos de los usos del gas natural, aunque se reconoce que el costo de cambio a alternativas atenúa fuertemente este riesgo, y, en el corto plazo, a la inversa, se ha registrado una fuerte

disminución en el precio del gas, lo cual incrementa su competitividad respecto a fuentes de energía alternativa.

Exposición a precios del GNL: Si bien la empresa en la actualidad tiene acceso a diversidad de fuentes de GNL, los precios de este combustible por contrato se encuentran indexados principalmente al índice Henry Hub (que en 2016 se redujo en un 4,4% respecto de 2015) y al petróleo Brent (que en 2016 bajó un 15,7%). Con todo, dada la baja elasticidad que exhibe la demanda, en el mediano plazo la compañía tiene la capacidad de traspasar las fluctuaciones del costo de provisión de gas al precio que cobra a público, sujeto al cumplimiento de la rentabilidad máxima establecida por ley. No obstante, la estructura de precios está sujeta a la capacidad de los clientes de sustituir por otras fuentes energéticas.

Niveles futuros de inversión en la red de distribución: La dictación de la reforma al DL 323 la Ley de Gas ha permitido reducir los niveles de incertidumbre en el sector. Lo anterior ha permitido reactivar el plan de inversión, el cual, en un plazo de diez años, significaría una expansión de 88% de la base de activos de la compañía.

Este plan, que contempla la ampliación de la red a siete nuevas regiones y la reconexión de clientes industriales podría presionar, sin embargo, la caja de la compañía o incrementar sus niveles de deuda en caso que los niveles de rentabilidad fueren inferiores a los esperados.

Planta de suministro única: La empresa se abastece de gas natural desde el terminal de GNL de Quintero. A pesar de los altos estándares con que opera este terminal, lo anterior no obsta que el suministro de la empresa queda expuesto a cualquier situación que pueda afectar el normal funcionamiento de dicha planta. Es preciso señalar que el abastecimiento a los clientes residenciales está garantizado por un sistema de *parking*, a través de GasAndes, y por dos plantas de propano-aire ubicadas en la Región Metropolitana, aunque a un costo superior al GNL. Respecto de los clientes industriales, los contratos nuevos que ha firmado la empresa incluyen cláusulas que la liberan de responsabilidad en caso de falta de suministro.

Si bien, como se explicará más adelante, **Metrogas** renegoció su contrato de aprovisionamiento de gas con disposiciones de precio más convenientes para la emisora, y que fue asignado a "Aprovisionadora Global de Energía", estos contratos permiten reducir, pero no eliminar completamente, los riesgos de abastecimiento de gas natural.

Cambios normativos: Para distribuir gas natural en Chile la legislación exige a los interesados solicitar una concesión de distribución de gas por redes, siendo Metrogas en la actualidad la única que la tiene en la Región Metropolitana y en la Región del Libertador Bernardo O'Higgins. La norma chilena no contempla el acceso de terceros a las redes de un concesionario -salvo un acuerdo entre las partes-. Sin embargo, ante un cambio en la legislación vigente, **Metrogas** podría eventualmente verse obligado a otorgar acceso a terceros a sus sistemas de cañerías de

distribución (sistema abierto de distribución), lo que podría mermar sus perspectivas de crecimiento. Con todo, se reconoce que este riesgo podría manifestarse solo en el largo plazo, dado que se requiere incrementar en forma importante los estándares de las redes existentes.

Por otra parte, dado que se trata de un servicio básico, la legislación vigente contempla la posibilidad de fijar las tarifas al sector residencial en caso que la empresa llegara a superar un cierto nivel de rentabilidad sobre sus activos.

Durante febrero de 2017, el Gobierno dictó una reforma al DL 323 la cual contempla la mantención del régimen de libertad tarifaria, pero considera como límite máximo de rentabilidad económica de un 11% para las inversiones existentes, y, luego de una transición de cuatro años, la fija en 9% para las nuevas inversiones. Esta rentabilidad sería supervisada por la Comisión Nacional de Energía (CNE).⁶

Antecedentes generales

Descripción del negocio

Metrogas es una compañía que transporta y distribuye gas principalmente dentro de la Región Metropolitana y en la Región del Libertador Bernardo O'Higgins. Para ello cuenta con 5.404 kms. de redes de distribución (que consideran las redes de gas natural y gas ciudad) y contratos de largo plazo de suministro de GNL, además de tener dos sistemas de respaldo en base a propano que permiten cubrir el 100% de la demanda residencial, ubicados en Maipú y Peñalolén.

Inicialmente la estructura del negocio de la compañía implicaba importar gas natural desde Argentina, lo que entre otros aspectos, significó, a fines de la década de los noventa, la construcción de un gasoducto entre los países, la firma de contratos de suministro con proveedores argentinos y la construcción de redes de distribución, básicamente en la región metropolitana. Dado las interrupciones de suministro que se tuvieron desde Argentina, entre 2004 y 2010, la sociedad emisora decidió modificar su forma de abastecimiento, utilizando el terminal Quintero y suscribiendo contratos de GNL con BG Group.

Dado lo anterior, en 2007 se firmaron los contratos definitivos para concretar la llegada del GNL a Chile entre las empresas ENAP, Endesa, **Metrogas** y BG Group. Ese mismo año se inició la

⁶ Esta rentabilidad corresponde al *spread* sobre la tasa de costo de capital, y presenta la siguiente trayectoria:

Promedio 2016-2017:	10,5%
Promedio 2016-2017-2018:	10%
Promedio 2017-2018-2019:	9,5%
Promedio 2018-2019-2020:	9%

construcción del Sistema de Respaldo de Peñalolén, terminado en 2008, con el objetivo de asegurar el abastecimiento residencial en un 100%.

Desde el segundo semestre de 2009 la compañía es abastecida a través de gas natural licuado proveniente del terminal de Quintero, no recibiendo actualmente suministro desde Argentina.

En julio de 2012 se llegó a acuerdo con BG Group, modificándose los contratos de abastecimiento que ambas partes poseen desde 2009. El acuerdo permite a **Metrogas** contar con mayores volúmenes de gas que permiten garantizar, un suministro continuo y seguro. Una vez que llegan los barcos, el GNL es re-gasificado en Quintero, terminal que opera sin problemas desde junio de 2009, y que en la actualidad cuenta con una capacidad de regasificación de casi 15 millones de m³ por día. Este terminal dispone de los más altos estándares de operación, seguridad y respaldo a nivel mundial. Además, el terminal posee dos estanques de 160.000 m³ de GNL y uno con capacidad de 14.000 m³, que permiten contar con un *stock* importante del combustible en tierra; asimismo se cuenta con respaldo de generación eléctrica autosuficiente para operar y poder inyectar gas al sistema.

Por otro lado, desde junio de 2012 **Metrogas** mantiene capacidad de almacenamiento de gas natural en GasAndes Chile. Esta capacidad fue incrementada, a febrero de 2015 alcanzando una capacidad de almacenamiento de 3,3 millones de metros cúbicos, disponiendo, además, con capacidad de almacenamiento en Electrogas por 800 mil metros cúbicos. Además, se dispone del respaldo de las plantas de propano aire que podrían abastecer el mercado residencial sin problemas, aunque incrementando significativamente el costo de explotación.

Propiedad

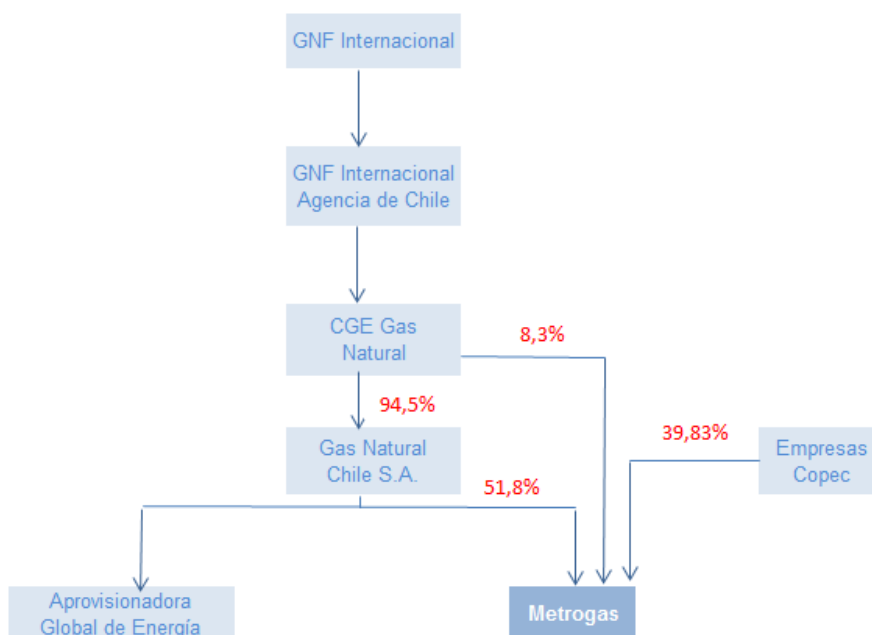
Al 31 de diciembre de 2016 la propiedad de **Metrogas** se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	% de la propiedad
Gas Natural Chile S.A.	51,84%
Empresas Copec S.A	39,83%
CGE Gas Natural S.A.	8,33%
Total	100,0%

CGE Gas Natural Chile es, a su vez, controladora de Gas Natural Chile. De esta forma, a marzo de 2017 la estructura de propiedad de **Metrogas** se presenta en la siguiente ilustración.⁷

⁷ Con fecha 1 de junio las juntas de accionistas de CGE Gas Natural y Gas Natural Chile acordaron su fusión.

Ilustración 1
Metrogas
Estructura de Propiedad



El directorio de la empresa está formado por cinco miembros:

Nombre	Cargo
Antonio Gallart Gabás	Presidente
Sergio Aranda Moreno	Director
Juan Ignacio Langlois Margozzini	Director
Ricardo Andrés Budinich Diez	Director
Carlos Miravent Pi	Director

Abastecimiento, transporte y distribución del gas natural

Hasta 2008, el gas natural distribuido por la empresa provenía principalmente de yacimientos en la cuenca de Neuquén, Argentina. No obstante, desde el segundo semestre de 2009 la compañía utiliza GNL, recibido en Chile a través del terminal de GNLQuintero. El acceso a este combustible permite a **Metrogas** reemplazar el suministro argentino, accediendo a proveedores de todo el mundo, Trinidad y Tobago, Indonesia y Egipto, entre otros.

Planta de GNL Quintero

El proyecto de GNL Quintero entró en funcionamiento parcial a mediados de 2009 y total en el primer semestre de 2011, y consiste en un terminal en tierra para la recepción del combustible (que es transportado a través de buques-tanque), tres estanques de almacenamiento (con una capacidad total de 330 mil m³ de GNL) y una planta para regasificarlo y posteriormente distribuirlo a través de gasoductos ubicados en la zona central. La inversión total relativa a la construcción y puesta en marcha del terminal de regasificación y el respectivo muelle, alcanzó, en moneda de la época, los US\$ 1.300 millones. La capacidad actual de regasificación del terminal es de 15 millones de m³ de gas natural por día.

La sociedad GNL Quintero S.A. es propiedad de Terminal Bahía de Quintero SpA⁸ (10,4%), Terminal de Valparaíso⁹ (40%), OMERS Infrastructures Holdings II SpA (29,6%) y ENAP (20%). De esta manera, Enagás es el accionista mayoritario, con una participación de 45,4% de la sociedad.

Desde el 1º de junio de 2016 **Metrogas** cuenta con un contrato de abastecimiento continuo a través de Aprovechadora Global de Energía S.A., quien tiene un contrato con GNL Chile para el abastecimiento de gas con su proveedor British Gas, lo que permite abastecerse de GNL desde diversas partes del mundo.

Distribución de ingresos

Metrogas desarrolla su negocio vendiendo gas natural a distintos segmentos de mercado, entre los cuales destacan:

Residencial - Inmobiliario

Segmento conformado por clientes convertidos desde el uso de gas de ciudad y de gas licuado de petróleo, así como por los clientes originados en el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios. A diciembre de 2016, los clientes abastecidos por **Metrogas** alcanzan los 657 mil clientes, un incremento de 7% respecto de diciembre de 2015. El segmento de clientes térmicos, abastecidos a través de las centrales térmicas que operan en los edificios donde residen, totalizaron 109 mil, lo que representa un incremento anual de 26,7%.

⁸ Propiedad, a su vez, de 51,9% de Enagás y 48,1% de OMERS.

⁹ Propiedad, a su vez, de 100% de Enagás.

Cientes comerciales

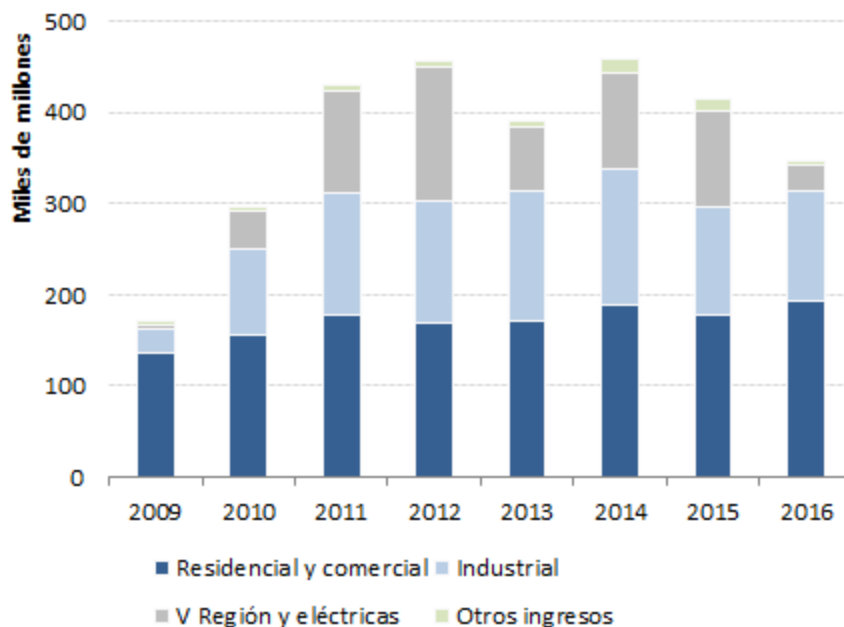
Conformado por establecimientos comerciales, de servicio y pequeñas industrias. Incluye restaurantes, hoteles, panaderías, clínicas y centros comerciales, entre otros. En 2016, este segmento totalizaba más de nueve mil clientes.

Cientes industriales

Conformado por empresas medianas y grandes, abastecidas por Metrogas a través de redes soterradas, en las regiones Metropolitana y Sexta y a través del sistema GNL Móvil en regiones que no cuentan con estas redes; y comprenden principalmente los rubros agrícola, metalúrgicos, farmacéuticos, papeleros y cristalería.

Durante 2016, un 55,5% de los ingresos provino de clientes residenciales-comerciales, un 35,4% de clientes industriales y un 7,8% de las ventas a empresas eléctricas efectuadas durante el primer trimestre, tal como se muestra en la Ilustración 2.

Ilustración 2
Evolución de los ingresos según segmento de clientes
 (Miles de millones de pesos. 2009-2016)



Se aprecia que los ingresos generados en el segmento residencial y comercial son relativamente estables en el tiempo y presentan una tasa de crecimiento que, entre 2009 y 2016, ha promediado un 5,1% anual; de la misma forma los ingresos del segmento industrial, que a partir de 2011 presentan una base bastante estable, han tenido un crecimiento promedio de 24%

anual en el mismo período. Las ventas a eléctricas son más volátiles, ya que las empresas de generación realizan las compras de gas a la compañía dependiendo de las condiciones hidrológicas que enfrenten; así, pueden hacer crecer o retroceder fuertemente los ingresos de la compañía. No obstante, a partir del segundo trimestre de 2016 estas ventas son canalizadas a través de “Aprovisionadora Global de Energía”, o su filial.

Otros negocios

Adicionalmente, **Metrogas** mantiene presencia en otro mercado de menor volumen, correspondiente al de gas natural vehicular, que había estado paralizado a consecuencia también de las restricciones de gas argentino, pero que está experimentando una reactivación con la reaparición de puntos de abastecimiento en Santiago de las petroleras clásicas.

Por otra parte, durante 2012, **Metrogas** comenzó a distribuir gas natural a través del segmento GNL Móvil. Esta operación permite llevar el energético en estado líquido desde GNL Quintero directamente hasta los puntos de consumo, sin la necesidad de ampliar las redes soterradas de distribución.

Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Metrogas** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2016.

Evolución de los ingresos y EBITDA

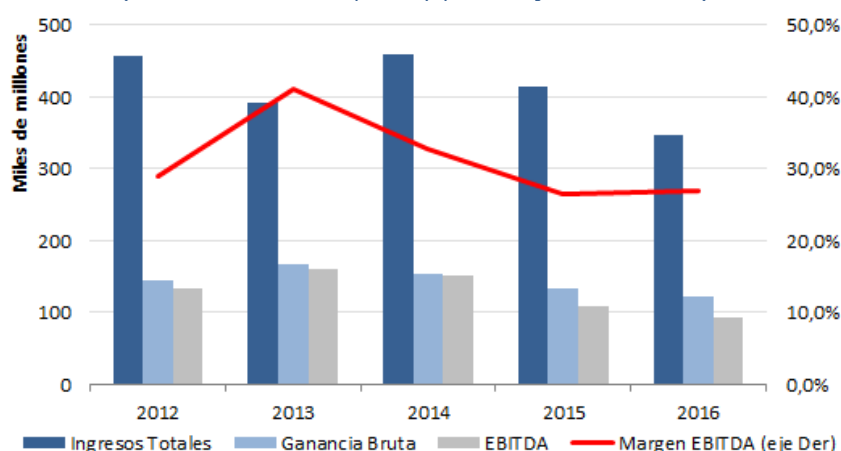
Los ingresos de **Metrogas** durante 2016 fueron de \$346.419 millones, lo que representa una disminución de 16,3% respecto del mismo periodo de 2015. Por su parte, el EBITDA de la compañía experimentó una disminución de 14,6% hasta los \$93.351 millones; mientras que el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹⁰ se situó en \$104.725 millones.¹¹

El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 31,2% en los últimos cinco años. El desempeño del EBITDA ha evidenciado, a partir de 2013, las mejores oportunidades de compra de gas, tras la modificación del contrato con BG Group en julio de 2012, tal como se muestra en la Ilustración 3. En lo más reciente, sin embargo, el margen ha caído debido a la escisión de las ventas a las compañías eléctricas, así como un menor nivel de tarifas aplicadas.

¹⁰ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

¹¹ Para una descripción más en detalle de este indicador, véase: <http://www.humphreys.cl/resources/uploads/2015-04/ft-fclp-abril-2015.pdf>.

Ilustración 3
Evolución de los ingresos, Ganancia Bruta, EBITDA y margen EBITDA
(Miles de millones de pesos y porcentajes. 2012-2016)



Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

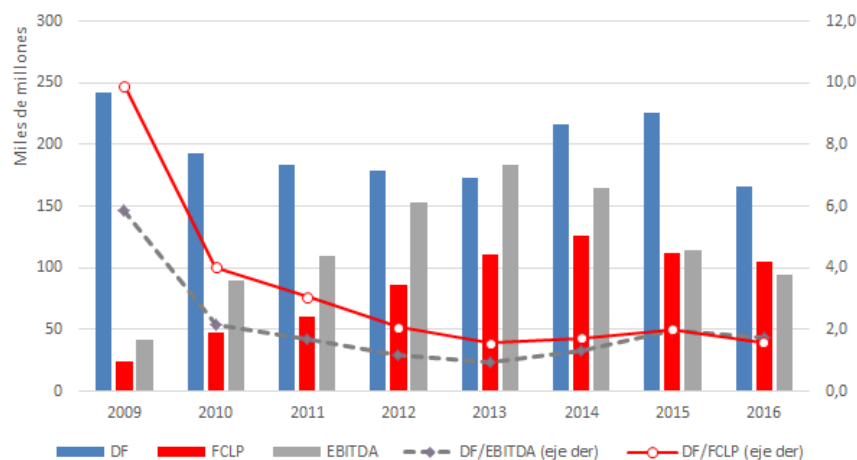
A diciembre de 2016, la deuda financiera de **Metrogas** cayó un 24,6% a \$165.601 millones, la que en un 92,4% corresponde a bonos y el 7,6%, restante, a deuda bancaria. La caída de la deuda financiera se debe principalmente a la asignación de créditos bancarios a la sociedad aprovisionadora escindida.

Se observa en la Ilustración 4 que, a diciembre de 2016, la deuda financiera en relación al EBITDA creció desde 0,9 veces, en 2013, a 2,0 veces en 2015, para posteriormente reducirse a 1,8 veces en el ejercicio finalizado en diciembre de 2016.

De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador creció desde las 1,7 veces, en 2013, a 2,0 veces en 2015, para reducirse a 1,6 veces en 2016.¹² Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

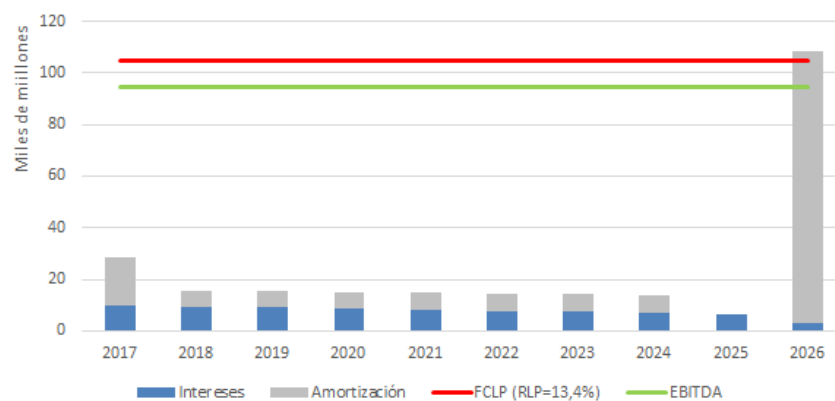
¹² Para el cálculo de este indicador se estima una rentabilidad de largo plazo de los activos en base a las rentabilidades pasadas. Sin embargo, debido a los cambios relacionados con la escisión de los negocios no concesionados, podría considerarse la rentabilidad de los activos más reciente como representativa de su valor de largo plazo. En ese caso, el indicador Deuda Financiera/FCLP se incrementa a 2,2.

Ilustración 4
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP
 (M\$. 2009-2015)



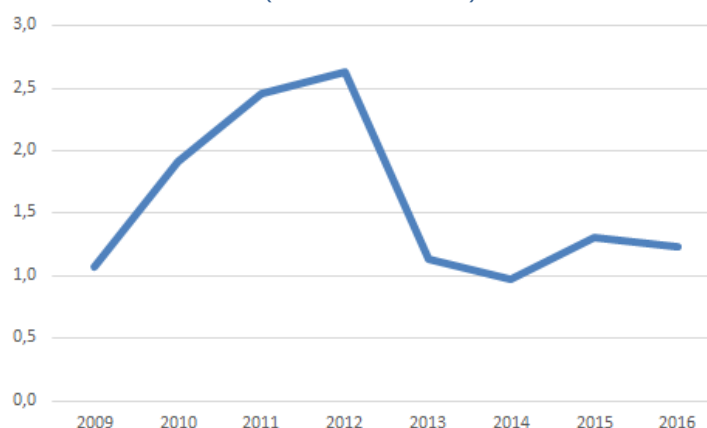
Hasta 2025, la deuda financiera de **Metrogas** está estructurada de manera adecuada. Hasta ese año el máximo pago anual se produce en 2017 y alcanza, por concepto de amortización e intereses, a los \$28.681 millones, lo que representan, aproximadamente, un 30,7% del EBITDA de 2016 y un 27,4% del FCLP. La excepción corresponde a 2026, cuando se produce el vencimiento de bonos por UF 4 millones (cerca de \$105.388 millones), aunque es probable que su importancia relativa disminuya por efecto del crecimiento del negocio y que también es posible su reestructuración en caso de ser necesaria. De esta manera, y considerando los pagos a realizar hasta 2025, la compañía es capaz de enfrentar los pagos anuales, incluso soportando caídas de hasta un 72,6% del FCLP.

Ilustración 5
Evolución del perfil de vencimientos
 (Miles de millones de pesos. 2017-2026)



En términos de liquidez, medida a través de la razón circulante, ésta se ha deteriorado desde los valores de 2,63 registrados en 2012. No obstante, en los períodos más recientes se ha estabilizado en torno a valores de 1,24 veces, como lo registrado a fines de 2016.

Ilustración 6
Evolución de la razón circulante
(Veces. 2009-2016)



Evolución de la rentabilidad¹³

Con posterioridad a 2013, hasta donde se observó una tendencia al alza, los indicadores de rentabilidad, tanto de activos como de patrimonio, han mostrado una tendencia decreciente, tal como se aprecia en la Ilustración 7, debido a los mayores costos por la compra y transporte de gas, así como las restricciones a las tarifas máximas aplicables al negocio concesionado.

¹³ Cabe señalar, que las rentabilidades exhibidas en este acápite no corresponden ni son comparables a las rentabilidades establecidas por la Ley de Servicios de Gas. A continuación se presentan las definiciones para cada una de las rentabilidades mencionadas en esta sección: Rentabilidad operacional=Resultado operacional sobre activos promedio; rentabilidad del patrimonio=utilidad del ejercicio sobre patrimonio e interés minoritario promedios; rentabilidad del activo=Ganancia (Pérdida) / Activos Totales Promedio.

Ilustración 7
Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio
 (Porcentajes. 2009-2016)



Instrumentos de deuda

A marzo de 2017 **Metrogas** tenía los siguientes bonos en el mercado:

- Bono Series B1-B2

- Fecha colocación: Septiembre 1999
- Monto colocado: UF 1.000.000
- Tasa de carátula: 7,00%
- Vencimiento: Septiembre 2024
- Montos vigentes: UF 60.366 (serie B1), UF 543.293 (serie B2)

- Bono Series D1-D2

- Fecha colocación: Agosto 2001
- Monto colocado: UF 4.000.000
- Tasa de carátula: 6,50%
- Vencimiento: Junio 2026
- Montos vigentes: UF 800.000 (serie D1), UF 3.200.000 (serie D2)

- Bono Serie F

- Fecha colocación: Octubre 2003
- Monto colocado: UF 2.500.000
- Tasa de carátula: 6,00%
- Vencimiento: Agosto 2024

- Montos vigentes: UF 1.249.998

- Línea de efectos de comercio (sin colocaciones vigentes)

- Nº y fecha de inscripción: 074 de 25/11/2009

- Plazo de la línea: 10 años

- Monto de la línea: UF 1.000.000

Covenants

Para los bonos vigentes, **Metrogas** se ha comprometido a mantener ciertos resguardos financieros:

- El primero corresponde a la cobertura de gastos financieros, estipulándose que no debe ser inferior a 3,5 veces. A marzo de 2017 este *covenant* se encuentra en cumplimiento con un valor de 9,01 veces.
- El segundo resguardo corresponde al nivel de endeudamiento. En este caso, el pasivo exigible total incluyendo garantías emitidas a terceros sobre la suma de patrimonio más interés minoritario no puede superar las 1,38 veces. A marzo de 2017, este *covenant* se cumple con un valor de 0,93 veces.

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."